

BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2009-2011 yang menerbitkan laporan keuangan tahunan auditan yang berakhir pada 31 Desember selama tahun 2009-2011. Kriteria sampel lainnya yaitu perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tepat waktu dan juga mengungkapkan informasi CSR tahun 2009-2011.

Dari total sampel yang diobservasi yang berjumlah 212 perusahaan, kemudian sample tersebut dikelompokkan berdasarkan luas pengungkapan CSR perusahaan yaitu perusahaan yang mengungkapkannya secara banyak dan sedikit. Pengelompokan ini menggunakan *cut of point* menggunakan nilai rata-rata pengungkapan CSR perusahaan. Dari hasil pengelompokan tersebut didapatkan 98 perusahaan yang masuk kategori pengungkapan banyak dan 114 perusahaan yang pengungkapannya sedikit. Setelah mengelompokkan berdasarkan luas pengungkapan CSR selanjutnya peneliti mengelompokkan lagi perusahaan dengan pengungkapan banyak dan sedikit tersebut ke dalam perusahaan dengan kondisi laba meningkat dan laba menurun. Dari pengelompokan tersebut didapatkan hasil pada perusahaan dengan pengungkapan CSR banyak terdapat 74 perusahaan yang memiliki laba meningkat dan 24 perusahaan dengan laba menurun. Sedangkan perusahaan dengan pengungkapan CSR sedikit terdapat 78 perusahaan dengan laba meningkat dan 36 perusahaan dengan laba menurun.

4.2 Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

4.2.1. Reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan mengungkapkan informasi CSR

1 Pasar bereaksi positif terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak

Berdasarkan nilai AAR (*Average Abnormal Return*) yang merupakan rata-rata *return* tidak normal dari saham-saham untuk periode harian.

berikut ini adalah tabel dan grafiknya selama periode peristiwa. Reaksi pasar yang mengungkapkan informasi CSR pada tahun 2009-2011 dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

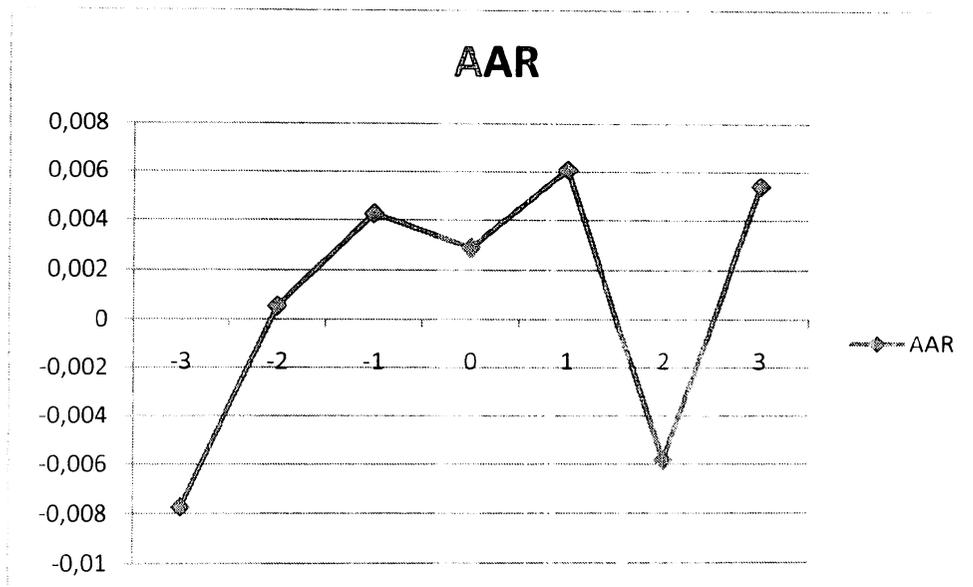
Tabel 4.1
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	-0,0077	0.0066	-1,1753	Tidak Signifikan
-2	0,0006*	0.0053	0,1344	Signifikan
-1	0,0043	0,0044	0,9707	Tidak Signifikan
0	0,0029*	0.0024	1,2313	Signifikan
1	0,0061*	0,0048	1,2555	Signifikan
2	-0,0058*	0,0042	-1,3881	Signifikan
3	0,0054*	0,0034	1,5885	Signifikan

Sumber: data sekunder yang diolah. 2014

Keterangan:

- * : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)
- ** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)
- *** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.1. AAR Perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak

Berdasarkan pada Tabel 4.1 terlihat bahwa selama periode peristiwa yaitu dari t.-3 sampai dengan t.+3 didapati rata-rata return tidak normal dengan hasil yang beragam. Sebagian rata-rata tidak normal bernilai positif yaitu pada t.-2, t.-1, t.0, t1, dan t3, sedangkan pada t.-3 dan t.2 bernilai negatif. Di lihat dari grafik secara keseluruhan, didapati bahwa pasar menanti publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak. Hal ini terlihat dari grafik yang meningkat sebelum publikasi dimana pada t.-3 AAR bernilai -0,0077 kemudian meningkat menjadi 0,0006 pada t.-2. Kemudian nilai AAR meningkat lagi menjadi 0,0043 pada t.-1. Pada saat publiaksi yaitu pada t.0 nilai AAR menurun sebesar 0,0014 poin menjadi 0,0029 kemudian meningkat kembali pada saat t.1 menjadi 0,0061. Pada saat t.2 terjadi penurunan nilai AAR yang cukup tajam menjadi -0,0058 kemudian naik kembali menjadi 0,0054 pada t.+3

Untuk signifikansi reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak, pasar menunjukkan reaksi yang signifikan pada beberapa periode peristiwa . Pada t.-2, t.+1 dan t.+3 pasar bereaksi positive dan signifikan pada level signifikansi 10%. Sedangkan pada t.+2 menunjukkan reaksi yang sebaliknya yaitu bereaksi negative namun signifikan pada level signifikansi 10%.

Pada saat publikasi yaitu t.0 pasar menunjukkan reaksi yang negative dalam trend pergerakan AAR, hal ini dapat dilihat dari trend AAR yang menurun bila dibandingkan dengan AAR pada t.-1. Berkaitan dengan signifikansi, pasar bereaksi negative dengan signifikansi pada level 10%. Hal ini menunjukkan bahwa pasar kurang mengapresiasi atau kurang tertarik akan publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak. Reaksi signifikan juga terjadi pada hari t.-2 dimana reaksi ini menunjukkan adanya kebocoran informasi sedangkan reaksi setelahnya yaitu pada t.+1 hingga t.+3 menunjukkan reaksi signifikan dimana mengindikasikan bahwa pasar terus bereaksi terhadap publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR banyak pada tahun 2009-2011.

Berdasarkan teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat dan tepat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau t.0 atau bisa dikatakan bahwa saat

publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya. Walaupun disekitar tanggal publikasi pasar bereaksi dan signifikan, namun bisa saja hal tersebut terjadi karena informasi yang didapat bias atau juga terpengaruh dari informasi lainnya disekitar tanggal publikasi. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang menyatakan bahwa : **Pasar bereaksi positif terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak** ditolak dan tidak didukung secara empiris. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Zuhroh dan Putu (2003) dan juga Puspitasari (2010) yang menyatakan bahwa, semakin luas pengungkapan sosial yang dilakukan perusahaan dalam laporan tahunan akan berpengaruh pada volume perdagangan saham di mana terjadi lonjakan perdagangan di sekitar tanggal publikasi laporan tahunan yang nantinya akan berdampak pada return saham. Namun hasil ini sesuai dengan penelitian yang di lakukan oleh Salim Darmadi tahun 2010 mengenai reaksi pasar terhadap publikasi informasi CSR didapati hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa pengungkapan CSR secara agregat tidak direspon oleh investor secara signifikan, namun masing-masing dimensi CSR mendapat respon yang berbeda-beda. Investor cenderung bereaksi positif terhadap pengungkapan terkait pemberdayaan masyarakat dan lingkungan hidup. Caroline (2011) melakukan studi kasus pada dua perusahaan besar yang melaksanakan program tanggung jawab soaial dan lingkungan yaitu PT Astra International dan PT Uniliver. Hasil dari studi kasus tersebut yaitu pasar bereaksi positif secara signifikan terhadap aktivitas CSR yang dilakukan oleh PT Astra International. namun hal sebaliknya pasar bereaksi negative terhadap aktivitas CSR yang dilakukan PT Uniliver. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak semua aktivitas CSR direspon positif oleh pasar.

4.2.2. Reaksi Pasar Positif Terhadap Publikasi Laporan Keuangan Dari Perusahaan Yang Mengungkapkan Informasi CSR Banyak Dengan Laba Meningkatkan

Tabel 4.2.
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba meningkat tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	-0,0075	0,0068	-1,1008	Tidak Signifikan
-2	0,0007	0,0063	0,1192	Tidak Signifikan
-1	-0,0005	0,0053	-0,0969	Tidak Signifikan
0	0,0150**	0,0076	1,9851	Signifikan
1	0,0006**	0,0003	1,6789	Signifikan
2	-0,0047	0,0116	-0,4024	Tidak Signifikan
3	0,0106*	0,0078	1,3586	Signifikan

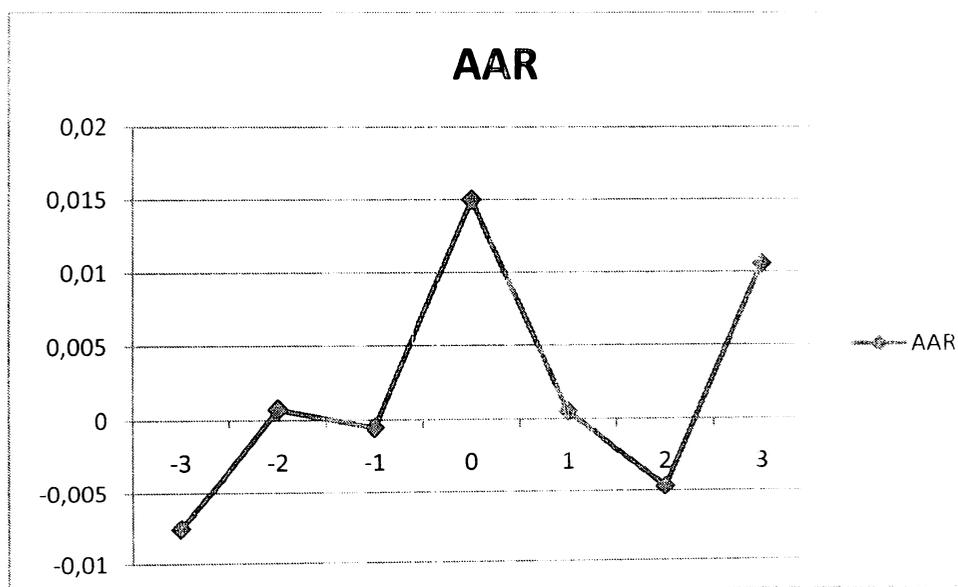
Sumber: data sekunder yang diolah, 2014

Keterangan:

* : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)

** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)

*** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.2. AAR perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba meningkat

Dari Tabel 4.2 terlihat hasil perhitungan AAR untuk setiap sekuritas selama periode pengamatan ($t-3$ sampai $t+3$) pengumuman laporan pengungkapan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba meningkat cenderung fluktuatif. Namun secara umum dapat dilihat pasar menantikan publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR dengan laba meningkat yang tercermin dari grafik meningkat sebelum tanggal publikasi. Dimulai dari t_3 nilai AAR $-0,0075$ dan meningkat menjadi $0,007$ pada $t-2$ dan kemudian menurun pada $t-1$ menjadi $-0,0005$. Pasar bereaksi saat pengumuman laporan pengungkapan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba meningkat yang terlihat pada saat $t.0$ menjadi $0,0150$. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman laporan pengungkapan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba meningkat direaksi positif oleh investor namun peningkatan ini tidak bertahan pada $t.2$ yang kembali mengalami penurunan kemudian meningkat kembali pada $t.3$ dengan nilai AAR $0,0106$.

Dari segi signifikansi pasar, pasar menunjukkan reaksi yang signifikan pada beberapa periode peristiwa. Signifikansi reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba meningkat ditunjukkan pada periode $t.0$, $t.+1$ dan $t.+3$. Pada $t.+1$ pasar bereaksi negatif karena AAR menunjukkan trend menurun. Signifikansi reaksi pasar berada pada level 5% pada periode ini. Reaksi sebaliknya ditunjukkan pada periode $t.+3$ dimana pasar bereaksi positif yang ditunjukkan dengan trend AAR yang meningkat dan signifikansi reaksi pasar berada pada level 10%. Reaksi pada $t.+1$ dan $t.+3$ menunjukkan bahwa pasar mereaksi informasi cukup lambat dan berkepanjangan akibat publikasi informasi CSR banyak dengan laba meningkat.

Berdasarkan teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat dan tepat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau $t.0$ atau bisa dikatakan bahwa saat publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya. Reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba meningkat pada periode publikasi menunjukkan reaksi yang positif dan signifikan. Hal ini tercermin dari trend AAR yang meningkat dari periode $t.-1$ ke $t.0$. Signifikansi berada pada level 5% pada

periode publikasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar mengapresiasi dan bereaksi terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang .mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba meningkat , maka hipotesis yang menyatakan bahwa: **Pasar bereaksi positif dan signifikan terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba kejutan positif** diterima dan didukung secara empiris. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bechetti *et.al* (2007) dengan menggunakan metode *event study*, yang menyatakan bahwa perusahaan yang masuk ke dalam Domini 400 Social Index mengalami peningkatan *abnormal return* secara signifikan di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan. Hasil penelitian lainnya yaitu yang dilakukan Puspitasari (2010) juga mendukung hasil penelitian ini dimana penelitian tersebut menguji reaksi pasar terhadap pengungkapan informasi CSR dengan luas pengungkapan yang berbeda. Penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa pasar bereaksi positif dan signifikan terhadap publikasi laporan keuangan yang memiliki pengungkapan informasi CSR luas. Investor tidak hanya merespon informasi CSR perusahaan namun juga informasi laba. Penelitian yang dilakukan Lako pada tahun 2002 menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman laba *good news* dan *bad news*. Sampel penelitian menggunakan perusahaan LQ45 dari periode tahun 1998 sampai dengan 2000. Dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman laba *good news*. Pengungkapan informasi CSR banyak merupakan *good news* bagi investor begitupun pula dengan informasi laba meningkat. Gabungan kedua informasi *good news* ini yang menjadikan pasar bereaksi positif dan signifikan pada saat publikasi.

4.2.3. Reaksi Pasar Terhadap Publikasi Laporan Keuangan dari Perusahaan Yang Mengungkapkan Informasi CSR Banyak Dengan Laba Menurun

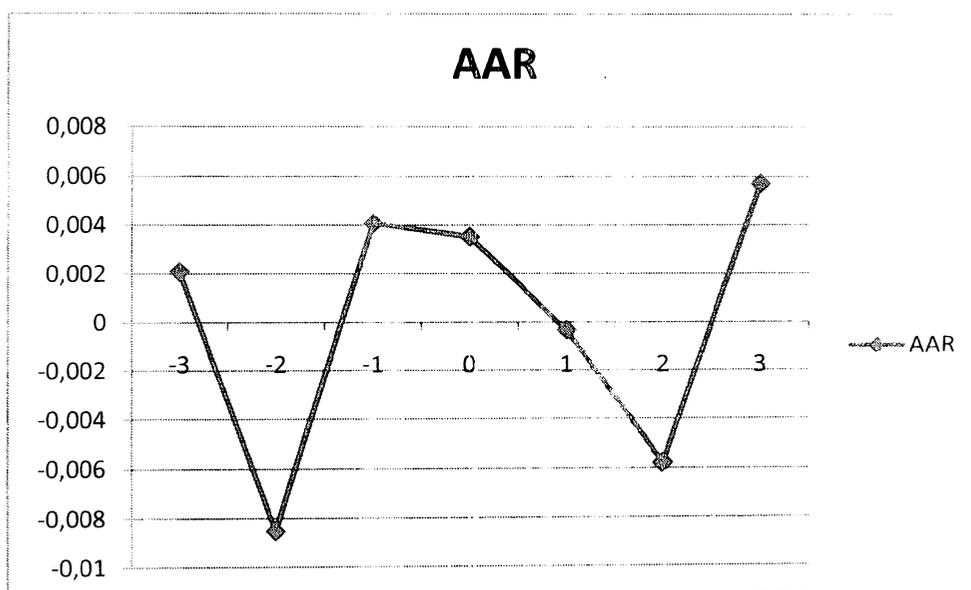
Tabel 4.3.
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba menurun tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	0,0021	0,0132	0,1579	Tidak Signifikan
-2	-0,0085*	0,0084	-1,4089	Signifikan
-1	0,0041*	0,0033	1,2341	Signifikan
0	0,0035*	0,0026	1,3655	Signifikan
1	-0,0003	0,0061	-0,0528	Tidak Signifikan
2	-0,0058*	0,0044	-1,3168	Signifikan
3	0,0057*	0,0045	1,2662	Signifikan

Sumber: data sekunder yang diolah, 2014

Keterangan:

- * : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)
- ** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)
- *** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.3. AAR perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba menurun

Berdasarkan tabel 4.3 nilai rata rata return tidak normal dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba yang menurun

memiliki kecenderungan grafik yang fluktuatif. Pada saat publikasi yaitu pada t.0 nilai rata-rata return tidak normal menurun dibandingkan dengan nilai rata-rata tidak normal pada t.-1 dengan penurunan sebesar 0.006 poin menjadi 0.041. Nilai AAR pada saat sebelum dan sesudah publikasi cenderung naik dan turun dengan cukup tajam. Pada t.-2 dan t.+2 terjadi penurunan yang cukup tajam dengan nilai AAR masing-masing -0.0085 dan -0.0058. Peningkatan nilai AAR kemudian terjadi pada t.+3 dengan nilai AAR menjadi positif berada pada level 0.057.

Reaksi pasar yang signifikan terjadi pada beberapa periode peristiwa. Pasar bereaksi terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR dengan laba menurun terjadi pada periode t.-2, t.-1, t.0, t.+2 dan t.+3. Pada t.-2 pasar bereaksi negatif dan signifikan pada level 10%. Hal serupa terjadi pula pada periode t.+2 dimana pasar bereaksi negatif dengan signifikansi 10%. Pasar bereaksi positif dan signifikan pada periode t.-1 dan t.+3 dengan nilai signifikansi masing-masing pada level 10%. Reaksi pasar pada t.-2 dan t.-1 adalah signifikan menunjukkan adanya kemungkinan terjadi kebocoran informasi sedangkan reaksi pada t.+2 dan t.+3 menunjukkan pasar lambat mereaksi informasi yang dipublikasikan.

Pasar bereaksi negatif dan signifikan pada level 10% pada periode t.0 atau pada saat publikasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar kurang mengapresiasi publikasi informasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak dengan laba menurun. Hal ini terlihat dari trend nilai AAR yang menurun pada saat publikasi. Menurut teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat dan akurat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau t.0 atau bisa dikatakan bahwa saat publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya, maka berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang menyatakan bahwa : **Pasar bereaksi positif dan signifikan terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba kejutan negatif** ditolak, namun secara empiris hasil penelitian ini didukung penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian Nuzula&Ato (2010) menemukan bahwa pasar saham di Jepang mereaksi informasi CSR secara lambat sehingga apabila reaksi pasar dilihat secara cepat

setelah tanggal publikasi, maka didapati pasar kurang bereaksi. Lambatnya reaksi ini dikarenakan investor memerlukan lebih banyak waktu dalam mencerna informasi CSR dari laporan yang dipublikasikan. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Salim Darmadi tahun 2010 mengenai reaksi pasar terhadap publikasi informasi CSR didapati hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa pengungkapan CSR secara agregat tidak direspon oleh investor secara signifikan, namun masing-masing dimensi CSR mendapat respon yang berbeda-beda. Investor cenderung bereaksi positif terhadap pengungkapan terkait pemberdayaan masyarakat dan lingkungan hidup. Terkait CSR Caroline (2011) melakukan studi kasus pada dua perusahaan besar yang melaksanakan program tanggung jawab sosial dan lingkungan yaitu PT Astra International dan PT Uniliver. Hasil dari studi kasus tersebut yaitu pasar bereaksi positif secara signifikan terhadap aktivitas CSR yang dilakukan oleh PT Astra International, namun hal sebaliknya pasar bereaksi negative terhadap aktivitas CSR yang dilakukan PT Uniliver. Dengan demikian dapat disimpulkan tidak semua aktivitas CSR direspon positif oleh pasar. Berkaitan dengan informasi laba, penelitian yang dilakukan Lako pada tahun 2002 menemukan bahwa investor bereaksi negative terhadap pengumuman penurunan laba yang merupakan *bad news*. Pengungkapan CSR yang luas merupakan informasi *good news* bagi investor. Sedangkan pengumuman laba menurun merupakan suatu *bad news* bagi investor. Pengungkapan CSR yang luas akan direspon oleh investor begitu pula dengan laba menurun. Gabungan kedua informasi yang kontradiktif ini ternyata menghasilkan reaksi pasar yang negatif dan signifikan pada saat publikasi. Hal ini menunjukkan bahwa walaupun pengungkapan yang luas merupakan *good news* namun informasi ini tidak cukup kuat dalam menarik minat investor. Pasar cenderung lebih memperhatikan informasi lainnya dalam hal ini penurunan laba yang merupakan *bad news*.

4.2.4. Pasar bereaksi terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit

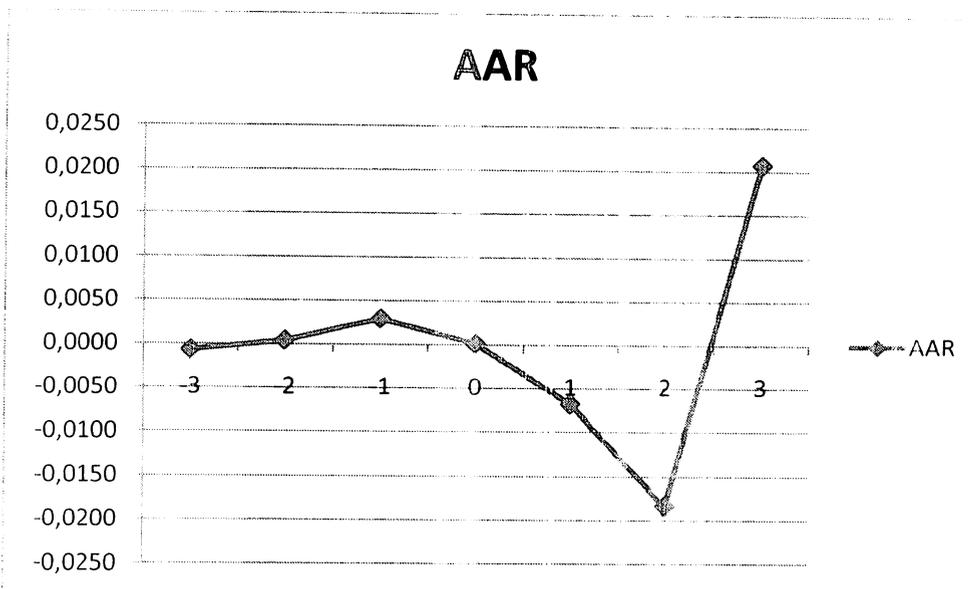
Tabel 4.4.
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	-0,0006	0,0050	-0,1285	Tidak Signifikan
-2	0,0005	0,0050	0,0919	Tidak Signifikan
-1	0,0030	0,0067	0,4406	Tidak Signifikan
0	0,0002	0,0051	0,0319	Tidak Signifikan
1	-0,0068**	0,0038	-1,7901	Signifikan
2	-0,0183**	0,0110	-1,6689	Signifikan
3	0,0207*	0,0150	1,3834	Signifikan

Sumber: data sekunder yang diolah, 2014

Keterangan:

- * : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)
- ** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)
- *** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.4. AAR perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit

Berdasarkan pada Tabel 4.4 terlihat bahwa selama periode peristiwa yaitu dari t.-3 sampai dengan t.+3 didapati rata-rata return tidak normal dengan hasil yang kurang begitu beragam terutama pada saat sebelum publikasi dimana

pergerakan nilai rata-rata return tidak normal cenderung datar. Sebagian besar rata-rata tidak normal bernilai positif yaitu pada t.-2, t.-1, t.0, dan t.3, sedangkan pada t.-3, t.1, dan t.2 bernilai negatif. Di lihat dari grafik secara keseluruhan, didapati bahwa pasar kurang begitu menanti publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR banyak. Hal ini terlihat dari respon pasar yang tercermin dari grafik yang cenderung datar. Pada t.-3 nilai AAR -0,0006 kemudian bergerak sedikit naik pada t.-2 dan t.-1 dengan masing-masing nilai AAR 0,0005 dan 0,003. Pada saat publikasi yaitu di t.0 nilai AAR menurun dan cenderung terus menurun hingga menyentuh nilai AAR terendah pada t.+2 dengan nilai AAR -0,0183. Kemudian pada t.+3 nilai AAR kembali naik dengan cukup tajam berada pada nilai 0,0207.

Untuk signifikansi reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit, pasar menunjukkan reaksi yang signifikan pada beberapa periode peristiwa. Pada t.1 dan t.2 menunjukkan reaksi pasar yang negatif yang terlihat dari trend nilai AAR yang menurun. Untuk level signifikansi, masing-masing periode tersebut berada pada level 5%. Pada t.3 trend nilai AAR meningkat sehingga reaksi pasar masuk dalam kategori positif dan level signifikansi berada pada 10%. Reaksi pasar pada hari t.+2 dan t.+3 menunjukkan pasar bereaksi secara berkelanjutan namun terlambat dalam mereaksi informasi. Ada kemungkinan pasar memerlukan lebih banyak waktu untuk mencerna informasi yang dipublikasikan.

Pada saat publikasi yaitu t.0 pasar menunjukkan reaksi yang negatif, hal ini dapat dilihat dari trend AAR yang menurun bila dibandingkan dengan AAR pada t.-1. Berkaitan dengan signifikansi, pasar bereaksi negatif dan tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar kurang mengapresiasi atau kurang tertarik akan publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit. Berdasarkan teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat, tepat, dan akurat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau t.0 atau bisa dikatakan bahwa saat publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang menyatakan bahwa: **Pasar bereaksi positif namun tidak signifikan terhadap Publikasi**

laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR Lebih sedikit ditolak dan tidak didukung secara empiris. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Becchetti *et.al* yang menyatakan bahwa perusahaan yang keluar dari Domini 400 Social Index direspon pasar secara negatif. Respon ini ditandai dengan adanya penurunan *abnormal return*.

4.2.5. Reaksi Pasar negatif Terhadap Publikasi Laporan Keuangan Dari Persahaan Yang Mengungkapkan Informasi CSR sedikit Dengan Laba Meningkatkan

Tabel 4.5.

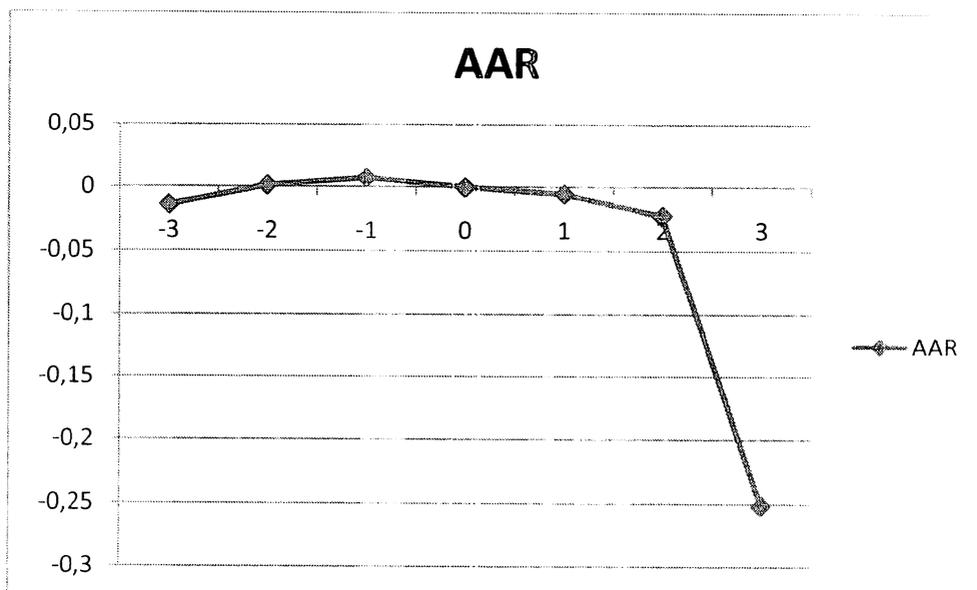
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit dengan laba meningkat tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	-0,0141	0,0204	-0,6911	Tidak Signifikan
-2	0,0015	0,0060	0,2547	Tidak Signifikan
-1	0,0076	0,0111	0,6871	Tidak Signifikan
0	0,0000	0,0083	0,0006	Tidak Signifikan
1	-0,0054	0,0050	-1,0751	Tidak Signifikan
2	-0,0225*	0,0174	-1,2962	Signifikan
3	-0,2512**	0,1281	-1,9618	Signifikan

Sumber: data sekunder yang diolah, 2014

Keterangan:

- * : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)
- ** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)
- *** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.5. AAR perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit dengan laba meningkat

Dari Tabel 4.5 terlihat hasil perhitungan AAR untuk setiap sekuritas selama periode pengamatan ($t-3$ sampai $t+3$) pengumuman laporan pengungkapan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat cenderung datar, baik sebelum publikasi maupun setelah publikasi, terkecuali pada $t+3$ yang mengalami penurunan yang cukup tajam. Secara umum dapat dilihat pasar kurang menantikan publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat, sama halnya dengan respon pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dimana didapati grafik pergerakan AAR cenderung datar. Dimulai dari t_3 nilai AAR $-0,0141$ dan meningkat menjadi $0,0076$ pada $t-1$, dan kemudian menurun pada $t-1$ menjadi $-0,0005$. Pada saat publikasi yaitu $t.0$ nilai AAR menurun dan terus menunjukkan tren menurun hingga menyentuh titik terendah pada $t+3$ dengan nilai AAR $-0,25$. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman laporan pengungkapan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat kurang direaksi oleh investor.

Dari segi signifikansi pasar, pasar menunjukkan reaksi yang signifikan pada beberapa periode peristiwa. Signifikansi reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan

laba meningkat ditunjukkan pada periode $t.+2$ dan $t.+3$. Pada $t.+2$ pasar bereaksi negatif karena AAR menunjukkan trend menurun. Signifikansi reaksi pasar berada pada level 10% pada periode ini. Reaksi yang sama ditunjukkan pada periode $t.+3$ dimana pasar bereaksi negatif yang ditunjukkan dengan trend AAR yang menurun dan signifikansi reaksi pasar berada pada level 5%. Walaupun direaksi secara signifikan, namun reaksi pasar ini tidak langsung terjadi setelah pengumuman informasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar lambat mereaksi kandungan informasi karena adanya kemungkinan pasar membutuhkan lebih banyak waktu untuk mencerna informasi CSR yang dipublikasikan.

Berdasarkan teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat dan tepat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau $t.0$ atau bisa dikatakan bahwa saat publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya. Reaksi pasar terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat pada periode publikasi menunjukkan reaksi yang negatif dan tidak signifikan. Hal ini tercermin dari trend AAR yang menurun dari periode $t.-1$ ke $t.0$. Ini menunjukkan bahwa pasar kurang atau bahkan tidak mengapresiasi dan bereaksi terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang ,mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat . maka hipotesis yang menyatakan bahwa: **Pasar bereaksi positif namun tidak signifikan terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit dengan laba kejutan positif** ditolak dan tidak didukung secara empiris. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Becchetti *et.al* yang menyatakan bahwa perusahaan yang keluar dari Domini 400 Social Index direspon pasar secara negatif. Respon ini ditandai dengan adanya penurunan *abnormal return*. Berkenaan dengan laba meningkat, penelitian Telambanua dan Sumiyana tahun 2007 didapati temuan yaitu Investor tidak bereaksi positif terhadap pengumuman laba perusahaan yang labanya naik. Hasil empiris ini adalah kontradiksi dengan sejumlah hasil riset sebelumnya (Ball dan Brown. 1968; Foster. 1977; Hayn. 1995) bahwa pengumuman informasi laba GN (kenaikan laba) direspon lebih positif dibanding pengumuman informasi laba BN (penurunan laba). Namun

temuan ini mendukung temuan Lako (2002a, 2002c) bahwa pengumuman penurunan laba direaksi pasar sebagai GN sedangkan pengumuman kenaikan laba direaksi sebagai BN. Pengungkapan CSR sedikit merupakan informasi *bad news* bagi investor. Sedangkan pengumuman laba meningkat merupakan suatu *good news* bagi investor. Pengungkapan CSR sedikit akan direspon oleh investor begitu pula dengan laba meningkat. Gabungan kedua informasi yang kontradiktif ini ternyata menghasilkan reaksi pasar yang negatif dan juga tidak signifikan pada saat publikasi. Hal ini menunjukkan bahwa walaupun laba kejutan positif merupakan *good news* namun informasi ini tidak cukup kuat dalam menarik minat investor. Pasar cenderung lebih memperhatikan informasi lainnya dalam hal ini pengungkapan CSR sedikit yang merupakan *bad news*.

4.2.6. Reaksi Pasar negatif Terhadap Publikasi Laporan Keuangan Dari Perusahaan Yang Mengungkapkan Informasi CSR sedikit Dengan Laba Menurun

Tabel 4.6.

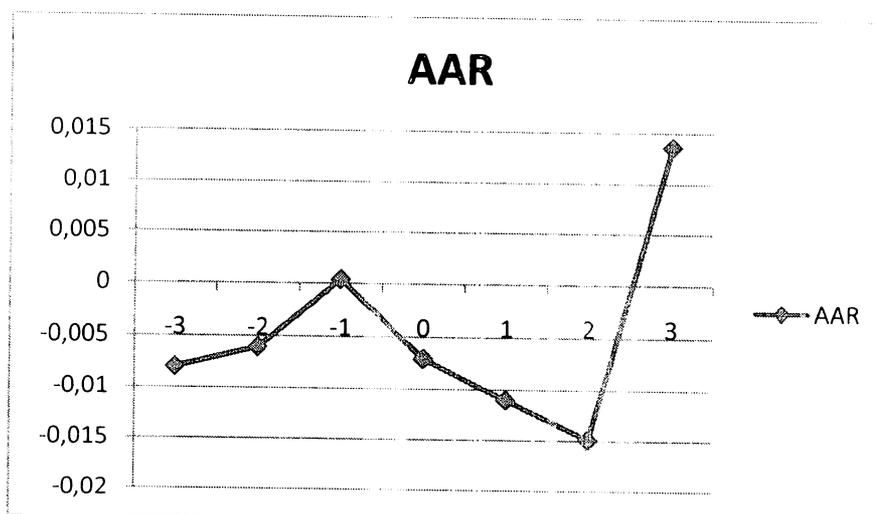
AAR dari publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba menurun tahun 2009-2011

Hari ke-	AAR	KSE	T hitung	Signifikansi
-3	-0,0080	0,0149	-0,5366	Tidak Signifikan
-2	-0,0061	0,0149	-0,4071	Tidak Signifikan
-1	0,0004	0,0043	0,0973	Tidak Signifikan
0	-0,0071	0,0093	-0,7583	Tidak Signifikan
1	-0,0110	0,0174	-0,6351	Tidak Signifikan
2	-0,0149*	0,0112	-1,3282	Signifikan
3	0,0136*	0,0099	1,3738	Signifikan

Sumber: data sekunder yang diolah, 2014

Keterangan:

- * : Signifikan pada level 10% ($t > 1,23$ untuk *two tailed test*)
- ** : Signifikan pada level 5% ($t > 1,66$ untuk *two tailed test*)
- *** : Signifikan pada level 1% ($t > 2,37$ untuk *two tailed test*)



Gambar 4.6. AAR perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit dengan laba menurun

Berdasarkan tabel 4.6 nilai rata rata return tidak normal dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba yang menurun memiliki kecenderungan grafik yang cukup fliktuatif. Pada saat publikasi yaitu pada t.0 nilai rata-rata return tidak normal menurun dibandingkan dengan nilai rata-rata tidak normal pada t.-1 dengan penurunan sebesar 0.007 poin menjadi -0.071. Nilai AAR pada saat sebelum dan sesudah publiaksi cenderung naik dan turun. Pada t-1 dan t.+3 terjadi kenaikan dengan nilai AAR masing-masing 0.0004 dan 0.0136. Penurunan nilai AAR terjadi setelah tanggal publiaksi dan terus menunjukkan tren menurun hingga menyentuh titik terendah pada t.+2 dengan nilai AAR -0,0149.

Signifikansi pasar berada pada periode t.+2 dan t.+3. Pada periode t.+2 pasar bereaksi negative dan signifikan, sebaliknya pada t.+3 pasar bereaksi positif dan signifikan yang terlihat dari trend yang meningkat. Signifikansi periode t.+2 dan t.+3 masing-masing berada pada level 10%. Pasar bereaksi negatif dan tidak signifikan pada periode t.0 atau pada saat publikasi. Ada kalanya pasar membutuhkan waktu yang lebih lama dalam mencerna informasi yang dipublikasikan salah satunya karena informasi yang diterima cukup kompleks. Reaksi pasar pada t.+2 dan t.+3 yang signifikan menunjukkan reaksi yang terjadi akibat adanya peristiwa publikasi informasi direspon lambat oleh pasar.

Uraian di atas menunjukkan bahwa pasar kurang mengapresiasi publikasi informasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba menurun. Hal ini terlihat dari trend nilai AAR yang menurun pada saat publikasi. Menurut teori pasar efisien, reaksi pasar yang cepat dan akurat dapat tercermin dari kondisi pasar saat publikasi atau $t.0$ atau bisa dikatakan bahwa saat publikasi merupakan cerminan reaksi pasar yang sesungguhnya, maka berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang menyatakan bahwa : **Pasar bereaksi positif namun tidak signifikan terhadap publikasi laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit dengan laba kejutan negatif** tidak diterima dan tidak didukung secara empiris. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Becchetti *et.al* yang menyatakan bahwa perusahaan yang keluar dari Domini 400 Social Index direspon pasar secara negatif. Respon ini ditandai dengan adanya penurunan *abnormal return*. Berkaitan dengan informasi laba, penelitian yang dilakukan Lako pada tahun 2002 menemukan bahwa investor bereaksi negative terhadap pengumuman penurunan laba yang merupakan *bad news*. Pengungkapan CSR yang sempit atau sedikit merupakan informasi *bad news* bagi investor. Sedangkan pengumuman laba menurun juga merupakan suatu *bad news* bagi investor. Gabungan kedua informasi *bad news* tersebut ternyata menghasilkan reaksi pasar yang negatif dan tidak signifikan.

4.2.7. Signifikansi Perbedaan Reaksi Pasar

Untuk menguji apakah terdapat perbedaan yang signifikan dalam reaksi investor terhadap pengumuman publikasi laporan keuangan dengan luas pengungkapan informasi CSR banyak dengan pengungkapan CSR sedikit periode tahun 2009-2011, penulis menggunakan pengujian t-test (*paired samples test*) dengan level signifikan 5%. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4.8
Uji Beda Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Publikasi Laporan Keuangan Dengan Luas Pengungkapan Informasi CSR Banyak dan Sedikit

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
Pair		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
1	AAR_CSRbanyak - AAR_CSRsedikit	-.02561	.07795	.02946	-.09770	.04649	- .869	6	.418

Berdasarkan hasil *t-test* yang disajikan pada Tabel 4.8 maka hasil uji beda dapat dipaparkan sebagai berikut: Hasil uji untuk menentukan apakah ada perbedaan reaksi pasar antara publikasi laporan keuangan yang mengungkapkan CSR banyak dan sedikit dapat dilihat dari nilai signifikan AAR dari pengungkapan CSR banyak versus AAR pengungkapan CSR sedikit selama periode tahun 2009-2011 didapatkan nilai signifikansi sebesar $0.418 > 0.05$. Karena nilai signifikan lebih dari 5%, maka pernyataan Hipotesis H_3 tidak didukung secara empiris. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih sedikit. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Gozali, How dan Verhouven (2003); Becchetti *et.al* (2007) menunjukkan hasil bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar untuk perusahaan-perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR dalam laporan keuangan yang dipublikasikan.

Tabel 4.9
Uji Beda Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Publikasi Laporan
Keuangan Dengan Luas Pengungkapan Informasi CSR banyak Dengan Laba
Meningkat vs Laba Menurun

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	AAR_banyak_laba_meningkat - AAR_banyak_laba_menurun	.00184	.00731	.00276	-.00492	.00861	.666	6	.530

Berdasarkan hasil *t-test* yang disajikan pada Tabel 4.9 diperoleh hasil uji untuk menentukan apakah ada perbedaan reaksi pasar antara publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba kejutan meningkat dan menurun dapat dilihat dari nilai signifikan AAR CSR banyak dengan laba kejutan meningkat versus AAR CSR banyak dengan laba kejutan menurun pada periode tahun 2009-2011 didapatkan nilai signifikansi sebesar $0.530 > 0.05$. Karena nilai signifikan lebih dari 5%, maka pernyataan Hipotesis H_{3a} tidak didukung secara empiris. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan laba meningkat dibandingkan dengan perusahaan dengan laba menurun, akan tetapi bila ditinjau dari uji beda berdasarkan informasi laba, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lako pada tahun 2002 yang mendapati temuan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara publikasi informasi laba *good news* dan *bad news*.

Tabel 4.10
Uji Beda Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Publikasi Laporan
Keuangan Dari Perusahaan Yang Mengungkapkan Informasi CSR sedikit
Dengan Laba Meningkat vs Laba Menurun

		Paired Differences				t	df	Sig.	(2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
					Lower					Upper
Pair 1	AAR_sedikit_laba_meningkat - AAR_sedikit_laba_menurun	-,03586	,10116	,03824	-,12942	,05770	-,938	6	,988	

Dari hasil tabel 4.10. dapat diketahui hasil uji untuk menentukan apakah ada perbedaan reaksi pasar antara publikasi laporan keuangan dari perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba kejutan meningkat dan menurun dapat dilihat dari nilai signifikan AAR CSR pada periode tahun 2009-2011 nilai signifikansinya $0.385 > 0.05$, karena nilai signifikan lebih dari 5%, maka pernyataan Hipotesis H_{3b} tidak didukung secara empiris. Ini berarti bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar terhadap perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR sedikit dengan laba meningkat dan menurun. Hasil riset sebelumnya yang dilakukan oleh Puspitasari pada tahun 2010 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara publikasi laporan keuangan perusahaan yang mengungkapkan informasi CSR lebih banyak dengan yang lebih sedikit. Berkaitan dengan uji beda berdasarkan informasi laba, penelitian Lako tahun 2002 menemukan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar yang signifikan antara pengumuman laba *good news* dan *bad news*